

매일유업 (005990)

매수 (유지)
TP 55,000원

현재가 (9/10)	34,300원
KOSDAQ (9/10)	523.15pt
시가총액	460십억원
발행주식수	13,400천주
52주 최고가	55,300원
최저가	25,050원

박 애 란

02 6915 5679
aeranp@ibks.com

희망을 찾다!

- 2분기 실적 Review: 고수익품목 중심의 실적향상 시현
- 3분기 실적 현황 및 전망: 시장의 우려보다 양호할 전망
- 장기적인 수익구조 Level-up의 핵심은 중국 조제분유 수출(올해 약 300억원 예상) 확대
- 투자이견 매수와 목표주가 55,000원 유지

2분기 실적 Review: 고수익품목 중심의 실적향상 시현

동사의 2분기 별도 실적은 매출액 2,822억원(+10.5%, yoy), 영업이익 74억원(+41.8%, OPM 2.6%), 순이익 53억원(+56.6%, OPM 1.9%)을 시현했다. 실적향상 요인은 1)지난해 기저효과, 2)고수익품목인 조제분유의 국내외 판매호조, 3)프리미엄 제품의 매출비중 확대, 4)효율적인 마케팅활동 등으로 요약된다. 다만, 시장에서 기대했던 남양유업 사태 반사효과는 백색시유(할인점 내 동사의 판매비중 14%→16%로 확대)에 소폭 반영되는 데에 그쳤다.

3분기 실적 현황 및 전망: 시장의 우려보다 양호할 전망

최근 동사의 주가는 3분기 실적부진 우려로 인해 약세를 나타냈다. 8/1일 주 원재료인 원유가격이 물가 연동제 시행에 따라 리터당 12.7%(834원→940원) 상승한 이후 제품가격 인상이 지연(8/8일 10.6% 계획, 원가 부담 상쇄 가능)되었기 때문이다. 실제로 백색시유는 원가 상승으로 인해 1일마다 손실 1억원을 발생 중이며 업체간 경쟁도 치열하여 수익성이 부진한 상황이다. 하지만 동사의 수익구조는 Product Mix 변화에 따라 향상되었고, 이에 따라 과거보다 원유가격 변동에 취약하지 않다고 판단된다. 또한 지난 28일 서울우유-하나로마트가 우유가격 인상 합의함에 따라 긍정적인 전망이 가능해졌다. 서울우유는 8/30일부터 백색시유가격을 리터당 220원 인상했으며 기존 인상액인 250원보다 30원 인하되었으나 유통업체인 하나로마트가 자체 마진을 양보하는 방식으로 진행되었다. 제조업체 입장에서 원가부담을 제품가격에 전가시켰다는 점에 의미를 둘 수 있으며, 동사도 조만간 가격 인상을 단행할 전망이다.

(단위:십억원 배)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	976	1,072	1,443	1,629	1,836
영업이익	14	26	38	48	56
세전이익	12	26	37	49	56
지배주주순이익	5	20	28	37	42
EPS(원)	370	1,581	2,108	2,764	3,141
증가율(%)	-78.2	326.8	33.4	31.1	13.6
영업이익률(%)	1.4	2.5	2.6	3.0	3.1
순이익률(%)	0.5	1.9	1.9	2.3	2.3
ROE(%)	1.8	7.3	8.8	10.4	10.7
PER	49.4	19.8	16.3	12.4	10.9
PBR	0.9	1.4	1.4	1.3	1.1
EV/EBITDA	8.6	9.1	8.7	7.4	7.3

주: K-IFRS 연결 기준 자료: Company data, IBK투자증권 예상

www.ibks.com

본 조사분석자료는 당사 리서치센터에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

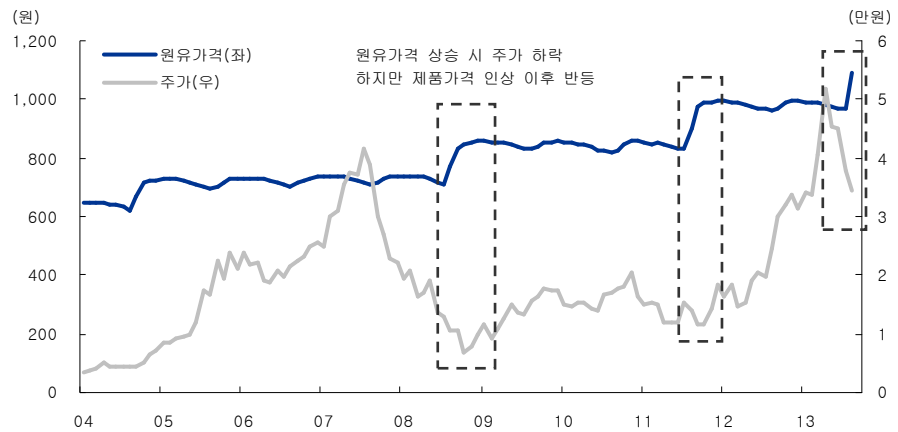
표 1. 유제품업체의 가격 인상 계획안 발표 내용

유제품업체	내용
서울우유	8/9일 백색시유가격 10.9% 인상(1리터당 2,300원→2,550원) 계획
매일유업	8/8일 백색시유가격 10.6% 인상(1리터당 2,350원→2,600원) 계획
남양유업	8월말 인상 계획
빙그레	8월말 10% 내외 인상 계획
동원F&B	8월초 가공유가격 인상 추진
롯데푸드(파스퇴르)	시기 조율 중, 7.9% 인상 계획
서울우유	8/30일 하나로마트와 백색시유가격 인상 합의

주: 음영 표시는 가격 인상 확정 내용

자료: 언론 보도, IBK투자증권

그림 1. 원유가격 상승~제품가격 인상 시 주가 추이



자료: Quantiwise, 낙농진흥회, IBK투자증권

장기적인 수익구조 Level-up의 핵심은 중국 조제분유 수출 확대

중국 분유 수출 확대 지속,
장기 성장성 확보하여
Valuation Level-up 가능

동사는 2007년부터 ‘애플루트명작(金典名作)’을 통해 중국 조제분유시장에 진출했다. 지난해 동사의 우수한 품질에 대한 언론보도(2월 CCTV 방송), 현지 내 한국산 선호도 상승 등으로 연간 수출액은 140억원으로 급증했으며 올해에는 1)3월 프리미엄 신제품 ‘애플루트궁’ 출시와 유통채널 다변화 등을 통해 300억원을 달성할 전망이다. 고부가가치 품목인 만큼 수익성 향상이 예상되며 현지 시장 규모가 11조원(최근 5년간 CAGR 27.0%, 2016년 23조원 전망)에 달하는 점을 고려할 때 성장 잠재력도 충분하다. 또한 유제품의 유통기한 제약 상 수출 확대가 어렵다는 편견이 깨진 만큼 Valuation Level-up 근거는 존재한다고 판단된다.

5월 수출 차질 우려 확산,
하지만 해소됨에 따라
주가 정상화될 필요

지난 5월 중국 정부가 수입 분유업체에 대한 규제를 강화(6개 분유회사에 과징금 6.7억위안 부과, 부당한 가격 인상이 이유)함에 따라 동사의 수출 차질 우려가 불거졌고 주가도 하락했다. 하지만 동사의 2분기 중국 수출액은 74억원을 기록했으며 신제품 초도 물량 효과가 반영된 1분기 110억원보다는 감소했으나, 5월에 수출이 잠시 중단되었던 점을 고려할 때 매우 양호했다. 3분기에도 중국 조제분유 수출 호조는 지속 중인 것으로 파악되며 연간 수출액도 예상했던 수준을 달성할 전망이다. 실적향상과 동시에 수출 확대를 통한 장기 성장성 확보에 주목해야 하며, 시장 내 수출 부진 우려로 인해 동사의 주가는 약세를 보였고 Valuation도 Level-down 되었으나, 우려가 해소됨에 따라 정상화될 전망이다.

매장당 매출액 증가와
매장 확대에 따라
고성장세 지속할 전망

동사는 중국 내 총대리상 1개→지역 대리상 150개를 통해 영유아용품 전문매장에 조제분유를 판매 중이다. 매장수는 2011년 2,400개→2012년 3,000개→현재 3,600개→연말 3,800개로 증가할 전망이며 올해 매장당 매출액은 789만원으로 전년대비 69.1% 증가할 전망이다. 현지 영유아용품 전문매장이 약 50,000개에 달하는 점을 고려할 때 향후 성장 잠재력은 무한하다고 판단되며 시장입지 강화와 유통채널 다변화(병원 및 온라인 유통망 구축 등)를 통해 고성장할 전망이다.

표 2. 중국 조제분유 실적 현황 및 전망

(단위: 억원, 개, 만원, %)

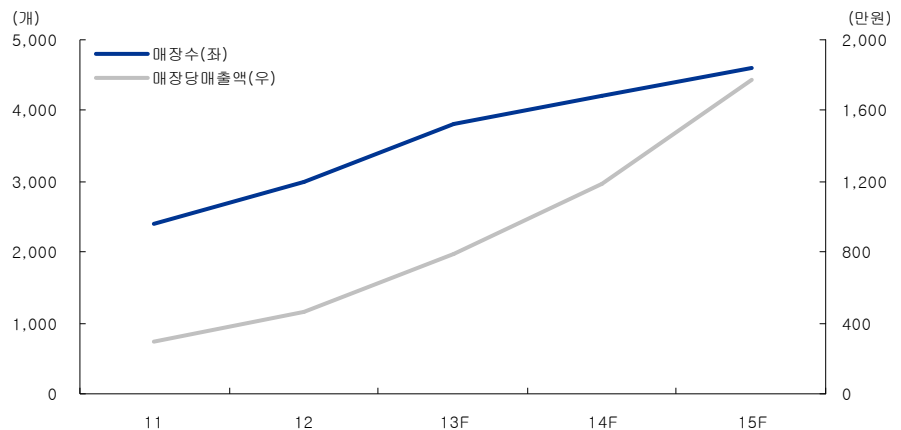
구분	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	70	140	300	497	817
YoY		100.0	114.3	65.8	64.3
매장수	2,400	3,000	3,800	4,200	4,600
매장당 매출액	292	467	789	1,184	1,776
YoY		59.9	69.1	50.0	50.0
영업이익	7	18	45	75	123
YoY		160.0	147.3	65.8	64.3

주1: 매장수와 매장당매출액 증가율은 당사 가정치

주2: 영업이익률은 현재 수준인 15% 동일 가정, 현재 상황에서 대규모 마케팅비용이 발생할 가능성은 낮다고 판단

자료: 매일유업, IBK투자증권

그림 2. 중국 내 매장수와 매장당 매출액 추이



자료: 매일유업, IBK투자증권

투자의견 매수와 목표주가 55,000원 유지

펀더멘탈에 비해
주가 하락폭이 크다고 판단,
투자의견 매수와
목표주가 55,000원 유지

최근 동사의 주가는 5월 이후 BW 발행(발행일 증가 기준 희석율 8%), 중국 조제분유 수출 차질 우려, 원유가격 상승에 따른 제품가격 인상 논란 등으로 약세를 보였다. 하지만 1)단기 주가 하락 요인(제품가격 인상 지연과 중국 수출 감소 우려)이 해소되고 있고 2)중국 수출 확대를 통한 장기 성장성은 여전히 매력적이다. 또한 지난해를 기점으로 Valuation multiple이 상향 조정된 근거 중 훼손된 바는 없으며, 오히려 제품가격 인상과 고수익품목의 매출비중 확대 등 긍정적 요인이 추가적으로 발생했다. 상기한 점을 고려할 때 펀더멘탈에 비해 주가 하락폭이 크다고 판단되며 동사에 대해 투자의견 매수와 목표주가 55,000원을 유지한다.

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.

동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.

조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

종목명	담당자	담당자 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								

해당사항없음

투자익전 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자익전 (절대수익률 기준)	적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	비중축소 ~ -15%
업종 투자익전 (상대수익률 기준)	비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

(◆) 적극매수 (▲) 매수 (●) 중립 (■) 비중축소 (■) Not Rated / 담당자 변경

